

可考虑成立期货市场平准基金降低投机预期

□清华大学社会科学学院经济所教授 汤珂

期货产品本身具有“高杠杆”的属性，其10倍的杠杆率超过配资炒股的3-5倍，同时期货本身也提供了“卖空”的手段，因而关于股指期货在本次股市大幅震荡的过程中的作用存在很大的争议。根据我国散户居多的市场特征，笔者建议成立期货市场平准基金，这有助于降低中小投资者的投机预期，辅助实体经济更稳健增长。

股指期货的四个功能

在发达资本市场中，期货的功能主要有二，套期保值和价格发现。笔者认为在我国这样的发展中国家的资本市场中，股指期货新增了两个功能，即卖空渠道和市场信号。

震荡中股指期货的套期保值功能发挥得淋漓尽致。在千股停牌的情况下，投资者无法卖出股票，但可通过卖出股指期货对股票进行套期保值，以规避市场下跌的风险。也就是说当股票市场无法提供流动性时，股指期货市场提供了流动性，帮助投资者止损。股指期货市场的“风险管理”功能得到了充分体现。

股指期货的另外一个功能就是价格发现功能。这主要是由于股指期货的流动性好，交易充分，因而，大量的研究发现，股指期货的走势引领股指本身的走势。在我国也是这样。笔者的研究发现，前一天的基差（期货价格高出现货价格的百分比）可以显著地预测第二天的股指走势，升水（期货比现货价格高）预示股指将上升，贴水（期货比现货价格低）预示着股指价格将下降，基差每贴水1个百分点，股指平均下跌0.35个百分点。7月7日，股指期货贴水5.9%，8日出现大跌。8日收盘时股指期货贴水5.5%，9日开盘时股指进一步下跌，直到新政策出台，大盘止跌回升。这些都表明股指期货是市场的晴雨表。从另一个角度看，在千股停牌时，股指的数据已不反映真实的市场表现，而股指期货的数值可以成为“真实股指数据”的重要参考。

股指期货的第三个功能就是提供了卖空渠道。在我国，尽管有融券业务，但融券往往比较难，融券的比例比融资低很多。而使用股指期货进行卖空是很容易的。一般来看，卖空机制的存在有利于降低股票风险。比如说，在一个很难卖空的市场环境下，只有看涨的人可以买股票，而看跌的人无法卖空，因而股票容易出现泡沫。而如果有了期货的卖空机制，股票将不容易形成泡沫，因而降低了股票的价格风险。笔者的研究发现，股指期货推出后，在股指期货中的股票其风险显著下降，下降的幅度大于不在股指期货中的股票。

然而，在股市大幅震荡的时候，股指期货也有不足。做空者很难在股票市场上融券时必然选择卖空股指期货。与欧美国家不同，我国股票和期货市场70%以上都是散户而非机构投资者，这些散户对风险没有判断能力，往往呈现非理性和跟风投机。如果卖空者将保证金进行场外配资，其杠杆率可以比期货的10倍更高，甚至达到20-40倍。特别是在市场连续下跌的情况下，跟风配资卖空期货往往有利可图。

股指期货的第四个功能是为监管者提供了监管信号，提示市场是否异常。这次股票市场的大幅震荡让我们看到期货市场相对股票市场的优势。这些优势包括：期货市场没有停牌、没有一级发行市场对二级交易市场的种种影响、T+0交易、交易费用低等等。因而期货相比股票市场更不容易失利。

因为期货是现货的衍生品，两者在期货到期日价格将趋于一致，而两者之差（基差）的大幅变化则反映了市场的异常。6月15日以来，基差的波动率很大（2.3%），是正常时期的4倍，有6月19日的接近3%的升水，也有7月7日、8日的超过5%的贴水。这反映了市场对于股指走势没有一致的判断，也反映了投资者一定的恐慌心理。

很多人认为这次股票市场的震荡是一次流动性危机，合理的流动性指标是采取措施进行救市的前提。而股指期货提供了这样的指标。多位学者研究发现，基差的绝对值反映了市场的流动性，该值越大流动性越差。笔者计算了以周为滚动窗口的基差均方值，发现6月底以来市场出现了流动性紧缺，以7月8日和7月14日最为最。监管者可以根据这个指标对市场进行干预，以兴利除弊。

兴利除弊

投机者一方面为套期保值者提供了流动性，对期货市场的价格发现功能的实现起到了重要作用。另一方面，在极端市场条件下，投机者在市场上的单边投机会造成价格的异常，特别是期货带有较高的杠杆。例如，国际油价曾在6个月内从140美元下跌至39美元每桶，这和国际投机者大量卖空不无关系。通过市场的手段干预市场、打击投机、平滑价格在国际金融市场上屡见不鲜。比如说，2011年6月，国际能源署向国际石油期货市场卖出了6000万桶石油以平抑高企的油价并打击投机。

根据我国散户居多的市场特征，笔者建议成立期货市场平准基金。基金由央行负责管理和操作。2008年金融危机后，宏观审慎监管机构已把资产价格纳入货币政策监管指标，因而央行有权进行公开市场操作以平滑期货价格。这有助于降低中小投资者的投机预期，辅助实体经济更稳健增长。

股指期货市场纵深大，交易成本低，基金可以直接入市，不需要事先持有股票。另外，股指期货本身具有“高杠杆”的属性，大额的投机力量应聚集在股指期货市场，平准基金与投机力量的直接交锋有利于更准确的打击投机。股指期货上涨时，套利者可通过买入股票卖出期货而拉动股票上涨。同时，股指期货反映了市场“信心”，对股市有很好的引领作用。期货到期后，自动交割，因而平准基金不存在“退出”的问题。

股票市场大幅度震荡时，股指期货补充完成了股票市场的部分功能，其亮点包括：提供了套期保值的渠道、相对真实的股指的指数、股市后续走势的信息和流动性指标。股指期货的痛点是（高杠杆）投机卖空。在市场异常时，对股指期货的做空投机应使用平准基金的方式进行干预，用市场的手段管理市场比交易规则的改变更加有效和直接，应成为央行审慎监管的一部分。总之，股指期货是一个工具，具有两面性。只有了解它、懂得怎样使用它才能兴利除弊，更好的使期货市场发挥其应有的功能。

期货和期权市场可与T+1的股市并存

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

- 没有一个国家能够实现结算的T+0的制度，因为结算只能在收盘之后才会进行，所以起码也是T+1。在这个基础上，T+0的交易也只能发生一次。
- 期货市场的交易速度快于股市是天然的，同样市场中的人按同样的速度竞争，不同的竞争者在不同的市场中服从不同的规则。只要入市的规则公平，市场本身的差异不会造成竞争的不公平。

股票交易“T+1”制度设计是有观点质疑股指期货和期权交易的理由之一。他们认为，股票交易是T+1，期货和期权交易是T+0。两者的不匹配会造成不公平。然而，这种说法是不正确的。

美国的股票和ETF的结算是T+3，比中国更长。不过，美国的T+3强调的是3天之内必须所有权转手，买方交钱，卖方交股。A股市场T+1强调的是当天买的股票不能卖。在美国卖了股票要3天后才能拿钱，在国内还需要等那么长时间。国内的主要争议是，今天买的股票可不可以今天卖，如果可以，卖的钱可不可以再拿来买股票。

美国证券账户有两种：现金账户和保证金账户。普通投资者开的是现金账户。在现金账户里，交易者买股票必须全额付清。如果你买了1000元的股票，你的账户里有1000元，你可以当天卖掉。虽然股票所有权没有转手，你全额付清了，什么时候卖都可以。如果你全额付清买了股票A，然后又卖掉，同时再买进同样金额的B股票，那么在A股票结算日（3天）之后，你可以卖掉B股票，因为卖出A股票的钱已经入账，B股票所有权转手了。但在卖A股票的钱入账（第4天）之前，你不可

以把B股票卖掉，再买C股票，因为在第4天之

前，A股票还没有结算，在现金账户里是不能使用信用购买股票的，如果出现这样的情况，按照美联储的法令，经纪商会把你的账户冻结90天。

从这个角度说，主张对T+0持谨慎态度是合理的，货币当局考虑的是信用额度，市场流动性和交易者调整头寸需要符合金融稳定的框架。事实上，没有一个国家能够实现结算的T+0的制度，因为结算只能在收盘之后才会进行，所以起码也是T+1。在这个基础上，T+0的交易也只能发生一次。

美国的T+3是个结算概念。交易的T+n基于结算的T+n。从理论上来说，国内既然是结算T+1，在交易也可以有一次的T+0而不造成金融风险。因为客户任何时候都应当有权限把已全额付清的股票卖掉，但是，在现金回到他手里之前，客户不能反复运作。因为他没有借贷的权利。

美国现金账户之外还有保证金账户，机构都使用保证金账户。国内的融资账户也是保证金账户。保证金账户可以用来缓冲由交割和结算而造成的流动性问题，当然不是所有人都能开保证金账户。同时，美国的机构也利用手中持有的股票和资金池来周转，减少T+3制度带来的不便。美国股市高频交易

非常发达，但对T+3抱怨的人并不多，可见机构在实际运作中有能力在合规的情况下发掘出足够的流动性。

股指期货和期权是低成本、高风险、高杠杆、高信息和高效率的交易，它们是机构管理风险的产品。机构在证券和期货交易中使用的都是保证金账户，所以，就T+n而言，没有什么不公平或不匹配。衍生品交易有自己的优势。这些优势被用来服务于股市。股指期货和期权的主要功能是为机构的投资组合保险，经营保险同管理资产的运作规则不同。

金融衍生品的优势是有代价的，它们的代价是风险。股票是资产，资产价值的波动是浮盈浮亏，也就是说，价格的变化只是资产内涵价值的不同估量。除了这部分变化，资产还有它的核心价值。期货的价值则是期货价格与标的资产价值之间的价差，也就是说，它的整个价值代表是资产价值的浮盈或浮亏变化。因此，期货资产的价值对时间变化的敏感度不同。正因为如此，衍生品交易允许合约价值变化即时纳入到保证金计算。时间是风险的内在属性，如果限制风险转移，风险的价格就会飙升。

期货和期权是合约，它们代表的是不

同时间和不同价位对标的资产的权利。期货和期权的买卖是权利转手而不是资产自身的转手。即使持有期货或期权合约，想要得到资产，还要进行第二次交易。因此，股市中的T+n的概念并不完全适用于期货和期权。买进一手期货或期权合约之后，想要卖掉，只能再卖出一手相同合约。期货和期权交易其实是无法实行T+1制度的，因为买进一手期货合约之后，即使不允许卖一手相同合约，还是可以卖一手同样标的但不同月份的，或同样标的和时间但不同价位的合约。

期货交易产生的价格不会自动变成股市中股票的价格，两个市场的价格要靠大量套利交易才能拉平，套利活动在不同市场中必须服从不同规则。市场的不同性质是不同市场存在的理由。期货市场的交易速度快于股市是天然的，同样市场中的人按同样的速度竞争，不同的竞争者在不同的市场中服从不同的规则。只要入市的规则公平，市场本身的差异不会造成竞争的不公平。

期货和期权市场可以同T+1的股市并存。不管股市的结算安排如何，期货和期权市场都能够帮助股市提高市场效率和改善市场结构。

借力互联网+ 重塑农村金融新格局

□中国（海南）改革发展研究院经济研究所

随着信息化不断加快，互联网已经成为一个经济体重要的生产力。从发展趋势看，“互联网+”不仅深刻影响城镇经济社会的转型与发展，而且也深刻影响农村经济社会的转型与发展。近年来，在农村这块“希望的田野上”，互联网金融正在落地生根，对农村传统金融形成有益补充，并带来农村发展、农业生产、农民生活多方面的变革。从现实情况来看，农村互联网金融仍处于起步阶段，还面临多方面掣肘与挑战，迫切需要在改革中加强体制机制保障，以充分释放“三农”活力，为农业现代化注入强大动力。

一、以互联网思维破解农村金融发展难题

1、农村金融需求快速增长与金融供给短缺矛盾突出，制约了农业现代化。

近年来，各方高度重视农村金融发展，农村正规金融机构为“三农”提供的金融服务明显改善，但农村金融体系还远不能满足“三农”发展的需求。突出表现在正规金融对农村的渗透率和覆盖面还比较低，竞争不充分的局面并没有打破，农村金融供需缺口巨大。截至2014年底，金融机构空白的乡镇还有1570个，金融服务的行政村覆盖率只有75.36%；只有27%的农户能够从正规渠道得到贷款；遇到资金困难时，76%的农户选择向亲朋借钱，非正规融资渠道成为农户筹资首选。

2、农村金融发展重在兼顾普惠性与商业性。

客观地说，各级政府并非不重视农村金融发展，九年来每年的“中央一号文件”都对农村金融发展提出了“当地吸储当地使用”的要求，并且给予了相当大的政策支持。但农村金融尚未闯出一条良性发展的新路子，根源在于农村金融的普惠性与商业性没有得到很好的兼顾。一方面，各方高度关注农民信用、农业生产周期性、农村信贷成本等问题，这是商业可持续的问题。由于抵押品和信用等不足导致农村金融高风险，农民获得金融服务需要支付难以承受的高价格，制约了正规金融在农村的发展。另一方面，不少人把农村金融等同于慈善金融或者扶贫金融，忽视了其盈利性和商业性的体制保障，导致农村金融不可持续。发展农村金融，重在综合考虑普惠性与商业性，在二者动态平衡中实现可持续发展。

3、农村互联网金融可以兼顾普惠性与商业性，拓宽农村发展空间。

互联网改变农村金融发展约束条件。农村互联网金融不仅是在农村金融前面加上“互联网”的要素，更是对原有农村金融模式的重构。大数据、云计算、物联网等降低了信息整合成本，打破了传统金融模式的时间、空间与成本约束，可以有效地兼顾普惠性与可持续性，使在传统约束条件下“无解之题”的农村金融变成新约束条件下的“可解之题”。互联网金融可以兼顾普惠性与商业性，拓宽农村发展空间。

农村互联网金融有助于打破农村信息不对称的格局。信息不对称是造成城乡差距的重要原因。农村互联网的大规模普及可以有效弥补农村信息的短板，使农村丰富的资源释放出前所未有的潜力。比如，通过记录真实贸易、真实物流、真实结算、真实交易等，农村互联网金融为农村、农业、农民提供了新的增值方式，大大降低了信息不对称程度，可以有效地促进“三农”发展。

互联网金融有助于打破城乡资源单向流动的困局。长期以来，无论是自然资源、金融资源还是劳动力资源，大都从农村向城市单向流动，农村发展要素被虹吸到城镇中，扩大城乡发展差距。互联网在农村的发展和普及正在逐渐改变这一态势。比如，电子商务极大地拓展了农村创新创业空间，正吸引大量人才回归农村；互联网金融正吸引资金从城镇流入农村；利用互联网营销的乡村旅游等，正吸引大量的城镇居民消费从城市转向农村。

二、实现农村互联网金融发展的新突破

1.农村互联网金融正处于大发展的“风口”。

随着“互联网+”的发展，农村互联网金融正处于发展“大风口”，成为影响农村发展、促进农业生产、改善农民生活的重要力量。

农村信息化进程正在加快，农村经济走向互联网化。我国的信息化不仅在城镇中加快推进，而且在农村中也在加快推进。截至2014年12月，农村互联网普及率为28.8%，比2013年提高了0.7个百分点。农村移动端网民增速更快，2013年农村网民使用手机上网的比例达到84.6%，超过城镇5个百分点。过去3年，农村居民网购接受度达到84.41%，人均网购额在500~2000元之间；全国电商巨头加快布局农村电商，淘宝村、淘宝镇发展迅速，不少地方正在加快打造互联网小镇。互联网经济正在成为农村新经济形态。

农村成为互联网金融发展的新空间。目前，城镇地区是互联网金融主战场，竞争十分激烈；农村互联网金融还处于起步阶段，但呈现快速发展态势。未来5年，随着农村信息基础设施的不断健全，广大农村居民对互联网技术的认知程度和认可程度逐步提高，农村互联网金融将迎来巨大的发展空间。当前，农村互联网金融正在形成多种模式，比如，以村乐、大北农、新希望为代表的“三农”服务商；以阿里、京东、一亩田、云农场为代表的电商平台和以宜信、开鑫贷、翼龙贷为代表的P2P平台。

以互联网金融释放农村消费需求。中国农村消费市场是世界经济版图上少有的亮点，但有效释放这个巨大的市场潜力还需要相应的支撑。其中重要支撑之一是互联网金融。例如，互联网使城乡居民面对同一个消费品供给市场，互联网金融使农民足不出户就可以买到全国、全世界的消费品，缩小了城乡消费品价格差距与商品质量差距。近年来，阿里巴巴、京东、苏宁等电商纷纷将业务向农村加快拓展，正是看到了农村巨大

的消费潜力。

2.尽快夯实农村互联网金融基础。从这些年的情况看，农村互联网金融发展还面临多方面的挑战，尤其是发展基础相对薄弱。这就需要尽快夯实农村互联网的发展基础。

提升广大农民金融意识。随着农村人口结构、消费结构变化，农村金融市场潜力巨大，但也面临着金融产品如何应对农民文化素质相对不高、投资理财意识不强的挑战。目前大部分农村互联网金融产品还处于“烧钱”阶段，形成稳定盈利模式还在探索之中。为此，需要依托农村产业发展，加强农村互联网金融的知识普及。

加快推进网络基础设施建设。我国现阶段农村互联网设施还比较薄弱，农村宽带普及率和电脑普及率均低于30%，相当多的农民缺乏互联网知识和利用互联网意识。尤其是随着新生代农民流入城镇，留在农村的老一代农民对互联网并不熟悉。这就需要加快推进农村互联网设施的建设。

建立农村信用体系。农村金融发展掣肘突出表现在农村的资产货币化程度低，农村非农业资源信息化程度低和农民资金的市场化程度低。目前京东、阿里等依靠强大的数据信息给企业和个人增信，推动互联网深入乡镇，但没有完全释放农村潜能。这就需要加快建设农村信用体系，降低农村互联网金融发展的风险。

3.分步走，稳步推进农村互联网金融发展。一方面，农村互联网金融发展不是取代政策性金融和传统商业金融，而是依托技术进步，发挥信息技术的优势，探索出一条既有普惠性又具商业性的农村金融发展新路子，形成政策性金融—传统商业金融—互联网金融组成的多层次的农村金融格局。另一方面，不同地区农村互联网金融发展进程不同，必须把农村互联网金融建立在农村实体经济的基础上，避免形成新一轮的泡沫。这就要求农村互联网金融发展不能急于求成，尤其不能变异为单纯的融资，而要从“三农”实际出发，积极稳妥地分步推进。

3.加快立法，规范农村互联网金融发展。从法律层面明确农村互联网金融的地位，通过立法规范农村互联网金融的发展，厘清农村互联网金融的发展方向、主体地位、业务范畴、监管体制机制等，对互联网金融机构进行规范和引导。建议尽快出台《电子商务法》，为农村互联网金融发展奠定坚实的法律基础。立法的原则，首先是鼓励创新、竞争和发展；其次是规范市场秩序；第三是保护市场主体的合法权益。

4.加快推进农村结构性改革。农村互联网金融发展，牵动影响农村、农业和农民发展全局。夯实农村互联网金融发展基础，要求加快农村结构性改革。

加快发展农村金融服务。加快发展以农村小额贷款为重点的金融服务，积极发展农民理财业务，提高农民财产性收入；依托互联网真实交易数据，对农民、农户进行有效增信，加快农村P2P平台建设，加快农村消费金融发展。

加快发展农村土地改革。全面开展土地的确权登记颁证，建立土地承包经营权流转价格形成机制和农作物价格评估机制，建立风险补偿机制和抵押资产处置机制，建立完善土地承包经营权流转市场和土地租赁、转让、抵押市场。

加快发展农村信用体系建设。加快发展大数据征信、风控与监测机制，为农村互联网金融健康发展保驾护航。

5.构建农村互联网金融的制度保障。

1.以市场为导向。实现农村互联网金融的健康发展，关键是加快市场导向的金融改革，其中最重要的是加快金融市场开放，跳出

政策性金融以政府为主的模式，在为“三农”提供金融服务的同时获得合理的商业回报。

鼓励社会资本进入农村。依托互联网、大数据等为农民提供新型金融服务；加快农村金融领域对社会资本开放进程。

鼓励传统电商提供金融等服务。在为农村提供商品服务的同时，加快农村互联网金融的产品创新、模式创新，充分发挥互联网金融多样化、个性化等方面的优势，做大农村金融市场。

鼓励新一代农民参与农村互联网金融创新创业。从当地特点和优势出发，选择适合当地特点的新型金融形态，推进创新创业。

2.做好金融监管，构建农村互联网金融的风险防范机制。目前市场准入门槛过高与金融监管缺位的问题并存，互联网金融还没有建立起清晰统一的监管体系。部分互联网金融机构资金安全、信息安全缺乏保障，有可能带来潜在风险隐患。对农村互联网金融这个新生事物，要在鼓励发展的基础上做好监管。

以不发生系统性风险为底线。农村金融一旦发生风险，受损的是广大农民。对农村互联网金融的监管要以市场开放为基础，以事中事后监管为主，在构建有效监管体系的基础上防范系统性金融风险。

建立统一监管体系。农村互联网金融涉及多个领域，既有农业领域，也有金融领域，需要明确互联网金融的监管主体，实施统一监管。建议央行下设互联网金融局，加强与市场监管机构的合作，实施统一监管。

3.加快立法，规范农村互联网金融发展。从法律层面明确农村互联网金融的地位，通过立法规范农村互联网金融的发展，厘清农村互联网金融的发展方向、主体地位、业务范畴、监管体制机制等，对互联网金融机构进行规范和引导。建议尽快出台《电子商务法》，为农村互联网金融发展奠定坚实的法律基础。立法的原则，首先是鼓励创新、竞争和发展；其次是规范市场秩序；第三是保护市场主体的合法权益。

4.加快推进农村结构性改革。农村互联网金融发展，牵动影响农村、农业和农民发展全局。夯实农村互联网金融发展基础，要求加快农村结构性改革。

加快发展农村金融服务。加快发展以农村小额贷款为重点的金融服务，积极发展农民理财业务，提高农民财产性收入；依托互联网真实交易数据，对农民、农户进行有效增信，加快农村P2P平台建设，加快农村消费金融发展。

加快发展农村土地改革。全面开展土地的确权登记颁证，建立土地承包经营权流转价格形成机制和农作物价格评估机制，建立风险补偿机制和抵押资产处置机制，建立完善土地承包经营权流转市场和土地租赁、转让、抵押市场。

</div